

智能电网通信头部企业，电表业务迎放量

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 2024 年有望为国内电表招标大年, 2401 批招标量同比增长 83.8%。公司于 2302 批次中标金额同比增长 69.8%, 市占率跃入前十名水平, 根据电表约半年交付周期及 24 年招标高景气, 支撑短期业绩增长。2) 能源互联网扩充电力模组、芯片需求, 应用场景有望从 6 亿节点实现多倍增长。公司 MuCoFAN 等无线通信技术先发优势强, 充分受益智能化渗透提升。3) 海外 AMI 解决方案市场空间广阔, 公司已加入多国际行业标准组织, 海外有望迎新增量。
- **盈利能力持续提升, 费用率较为平稳。**盈利端: 2023 年公司销售毛利率/净利率分别为 36.8%/17.5%, 同比增长 6.1/7.8pp; 单 Q4 毛利率/净利率分别为 34.1%/11.6%, 分别同比增长 0.3/3pp。费用端: 公司 2023 年销售/管理 (不含研发) /财务费用率分别为 8%/5.9%/-1%, 分别同比-1.1pp/+0.5pp/-0.8pp。
- **低压用电: 2024 年有望迎国内电表招标大年, 公司电表产品实现 1 到 n 增长。**公司与国网绑定多年, 电表产品研发成功后实现快速放量, 2021-2023 年公司电表收入 CAGR 高达 60.3%。2023 年公司电表业务实现营收 4.4 亿元, 同比增长 38.6%, 毛利率为 42.6%, 同比增长 9.2pp。公司于 2023 年国网电表第二批集招里中标 3.7 亿元, 同比增长 69.8%, 叠加 2024 年电表招标高景气, 公司电表业务有望维持快速增长。
- **场域网通信: 国内电网智能化渗透率逐步提升, 公司具备先发优势。**2023 年公司无线网络业务实现收入 1.6 亿元, 同比增长 9.9%, 毛利率为 48.5%, 同比增长 1.2pp。公司聚焦物联网连接“最后一公里”领域, 形成物联网端到端的整体解决方案, 打通产品闭环, 具备多项自主知识产权的核心技术, 受益于配电侧分布式新能源并网接入及用户侧电表通信模块从 HPLC 向双模的升级迭代, 无线网络业务有望实现长期稳定发展。
- **公用事业: 超声表产业化加快推进, 海外空间更广。**公司早在 2016 年启动超声波计量产品的立项研发工作, 于 2022/2023 年相继完成民用/工商业超声波燃气计量模组的研究, 伴随海内外智慧城市需求提升, 公司有望充分受益。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年营收分别为 14.4 亿元、17.1 亿元、19.1 亿元, 未来三年归母净利润同比增速分别为 34.1%/19.8%/13.9%。公司为国内智能配电网领先企业, 短期受益电表订单高增支撑业绩发展, 中长期充分受益国内电网数字化转型升级, 给予公司 2024 年 15 倍 PE, 对应目标价 19.20 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 国内配电网智能化渗透率不及预期的风险; 海外业务拓展不及预期的风险; 汇率波动影响公司海外业务收入的风险; 竞争格局加剧影响公司盈利能力的风险; 电网投资不及预期的风险; 国内公用事业智能化推进不及预期的风险。

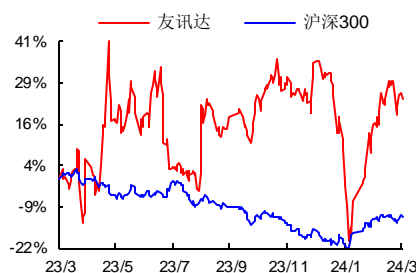
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1097.40	1440.94	1708.43	1906.95
增长率	7.42%	31.30%	18.56%	11.62%
归属母公司净利润 (百万元)	191.59	256.85	307.68	350.55
增长率	94.00%	34.06%	19.79%	13.94%
每股收益 EPS (元)	0.96	1.28	1.54	1.75
净资产收益率 ROE	21.68%	23.31%	22.65%	21.28%
PE	16	12	10	9
PB	3.40	2.72	2.21	1.82

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.00
流通 A 股(亿股)	1.55
52 周内股价区间(元)	9.81-17.27
总市值(亿元)	30.00
总资产(亿元)	12.12
每股净资产(元)	4.42

相关研究

目录

1 公司概况：电力物联网领先企业，业绩步入快速增长期.....	1
2 国内电网投资向配电侧倾斜，海外一体化建设需求正盛.....	4
2.1 分布式新能源接入驱动配网智能化升级提速.....	4
2.2 公司电表业务快速起量，受益配网智能化发展空间广阔.....	8
3 盈利预测与估值.....	11
3.1 盈利预测.....	11
3.2 相对估值.....	12
4 风险提示.....	13

图 目 录

图 1: 友讯达历史沿革	1
图 2: 友讯达股权架构 (截至 2023 年年报)	2
图 3: 公司低压用电解决方案	3
图 4: 公司低/中压配电网解决方案	3
图 5: 公司输电物联网解决方案	3
图 6: 公司公用事业解决方案	3
图 7: 2019-2023 年公司营业收入 CAGR 为 9.5%	4
图 8: 2019-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 29.6%	4
图 9: 公司毛利率与净利率趋稳向上	4
图 10: 公司整体费用率稳中有降	4
图 11: 分布式光伏累计并网规模	5
图 12: 我国电动车销量	5
图 13: 新型配电系统框架梳理	5
图 14: 新型配电系统形态	5
图 15: 我国电表招标量及发展历程	7
图 16: 电表上游通信模块技术发展历程	8
图 17: 公司电表收入占比持续提升 (百万元)	8
图 18: 公司电表业务毛利率快速提升	8
图 19: 2022-2023 年国网电表/集中器中标情况	9
图 20: 国内电表通信模块企业业务收入 (百万元)	10
图 21: 国内电表通信模块企业毛利率水平	10
图 22: 印尼新首都规划数字化转型	11
图 23: 友讯达加入多国际 AMI 行业标准组织	11

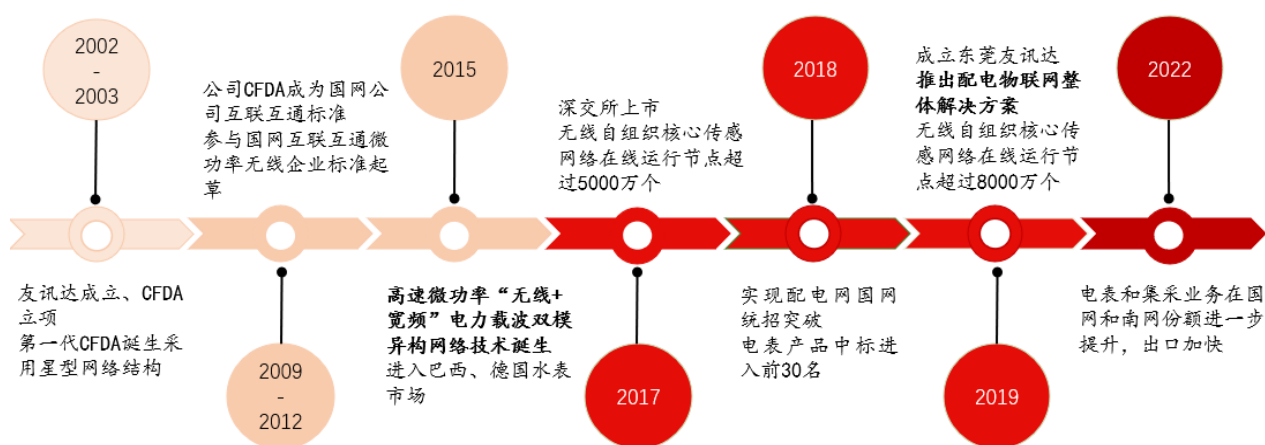
表 目 录

表 1: 国内智能配电网投资额市场空间测算	6
表 2: 公司通信技术创新优势显著	10
表 3: 分业务收入及毛利率	12
表 4: 可比公司估值 (2024/04/02)	12
附表: 财务预测与估值	14

1 公司概况：电力物联网领先企业，业绩步入快速增长长期

公司成立于 2002 年，是专注于为各行业提供无线传感网络综合解决方案的国家高新技术企业。公司主营业务为生产销售无线传感网络模块、无线传感网络终端(采集器)和网关(集中器)等信息采集设备，包括水、气、热、电等智能仪表信息采集嵌入式应用。公司具备多项自主知识产权的无线数传通信技术，广泛应用于智能电网、公用能源计量、工业控制、智能家居等物联网领域。目前公司核心技术及产品重点应用于国内智能电网建设，2009 年开始参与制定国网多项无线传输标准，2015 年水表进入巴西、德国市场，2018 年电表产品中标实现突破并且中标份额逐年提升，现公司已具备配电物联网整体解决方案提供能力，产业链布局完善。

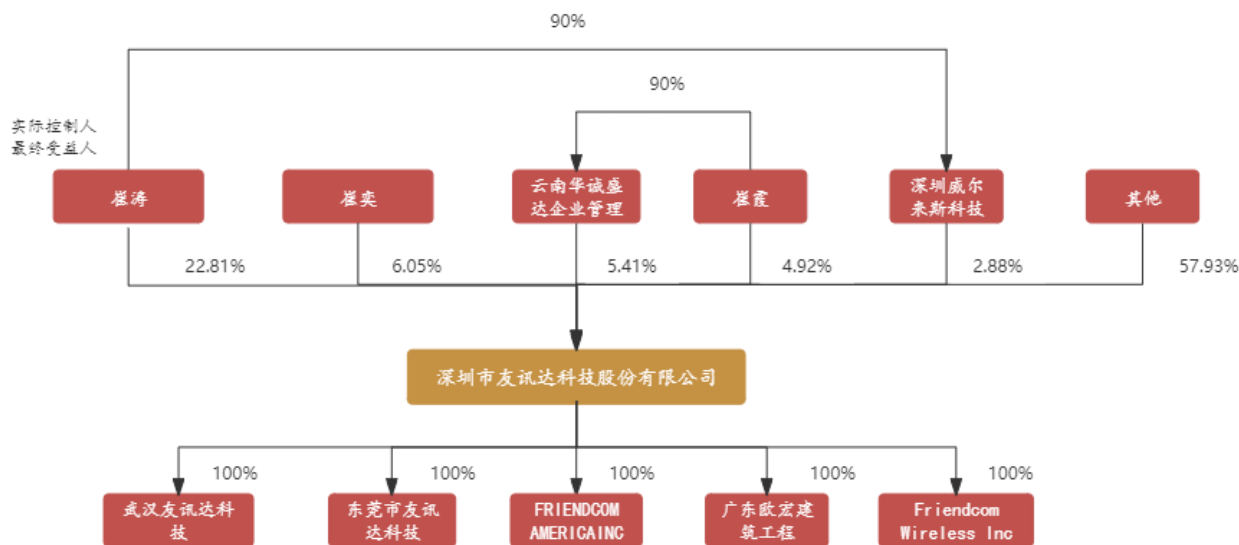
图 1：友讯达历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权集中，股权结构稳定。公司实际控制人、最终受益人为董事长崔涛先生。董事长通过控股深圳威尔来斯科技有限公司、云南威尔来斯科技有限公司、云南友讯企业管理中心，三者共计持有公司股份 4.56%，此外崔涛先生直接持有公司股份 22.81%，因此合计持股 27.37%，为公司第一大股东。崔霞女士与崔涛先生为姐弟关系，崔霞女士通过控股云南华诚盛达企业管理有限公司，持有公司股份 5.41%，此外直接持有公司股份 4.92%，因此合计持股 10.33%，为公司第二大股东。崔奕先生为崔涛先生弟弟，直接持有公司股份 6.05%，为公司第三大股东。

图 2：友讯达股权架构（截至 2023 年年报）

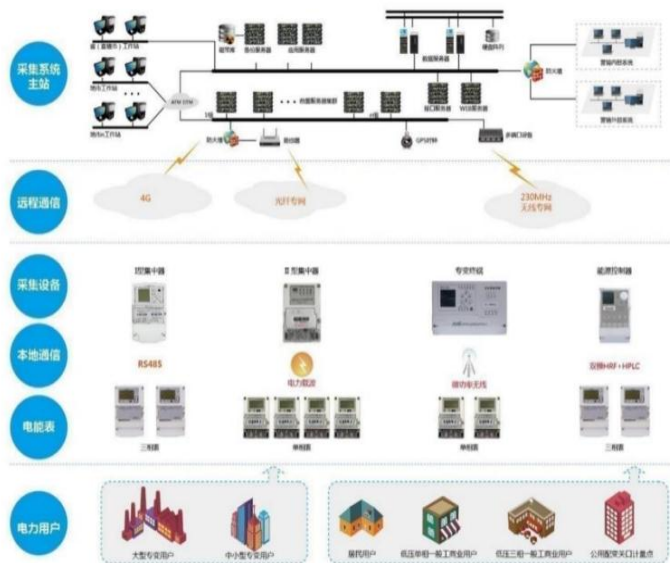


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司定位于“电力行业中通讯头部企业”，是专注于物联网解决方案的国家高新技术企业，产品按应用领域可分为以下几大板块：低压用电、配电侧、输变电侧、公用事业。

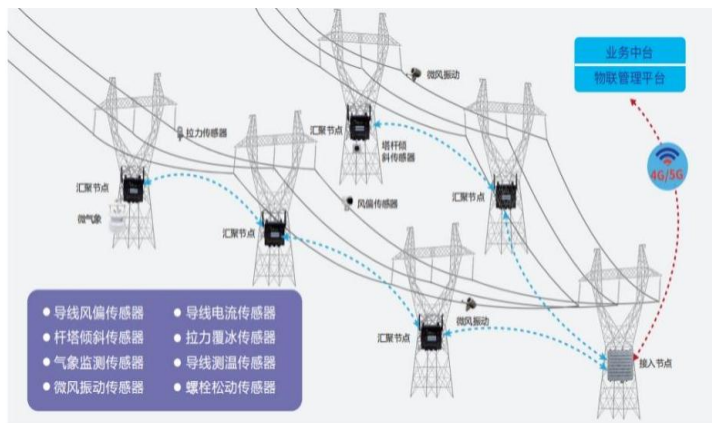
- **低压用电**：电力计量（工商业、居民用单、三相智能电能表）、用电信息采集设备（能源控制器，集中器，专变终端，采集器，通信单元等）、用电信息采集本地通信解决方案（双模 MESH 网络）。
- **配网侧**：1) 低压配电：边缘物联代理（智能融合终端）、智能端设备（传感器，断路器，在线监测装置）多模通信单元。2) 中压配电：一二次融合（柱上断路器/环网箱）、二次智能配电自动化设备（FTU，DTU，故障指示器）。
- **输变电侧**：边缘物联代理（接入设备，汇聚设备）、采集终端（变电站各类主辅设备运行状态感知传感器，运行环境感知传感器，人员作业行为感知传感器，智能联动装置等）、输变电智慧物联通信解决方案（多模树状网络+星型网）。
- **公用事业**：水表、燃气表，智能网关为智慧水务/燃气云平台基础。

图 3：公司低压用电解决方案



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司输电物联网解决方案



数据来源：公司公告，西南证券整理

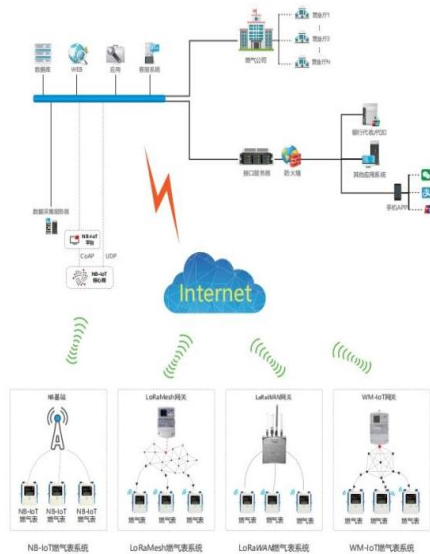
经营状况改善,公司利润端实现大幅增长。公司营业收入从 2018 年的 7 亿元提升至 2023 年的 11 亿元, 2019-2023 年的 CAGR 为 9.5%; 归母净利润从 2018 年的 0.5 亿元提升至 2023 年的 1.9 亿元, 2019-2023 年的 CAGR 为 29.6%, 其中 2020 年受宏观经济形势影响收入利润有所下滑。伴随公司产品矩阵完善、业务体量扩大, 规模效应凸显, 2023 年公司归母净利润同比增长 94%, 23Q4 归母净利润同比增长 66.2%, 业绩步入快速增长期。

图 4：公司低/中压配电网解决方案



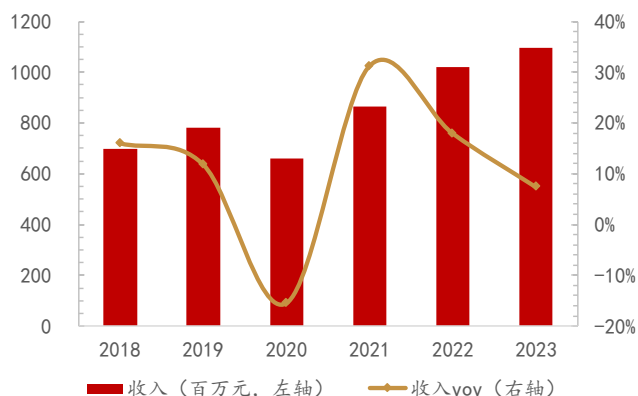
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司公用事业解决方案



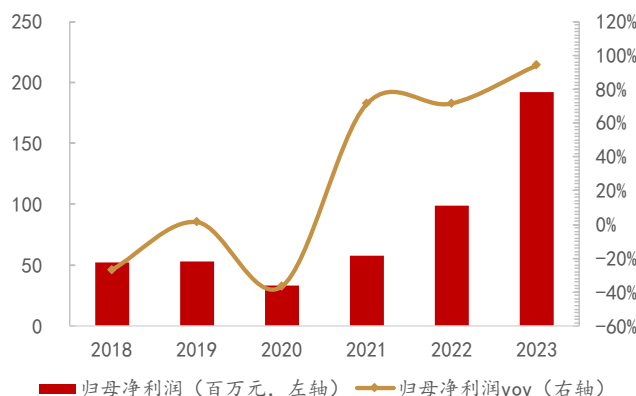
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2019-2023 年公司营业收入 CAGR 为 9.5%



数据来源：公司公告，西南证券整理

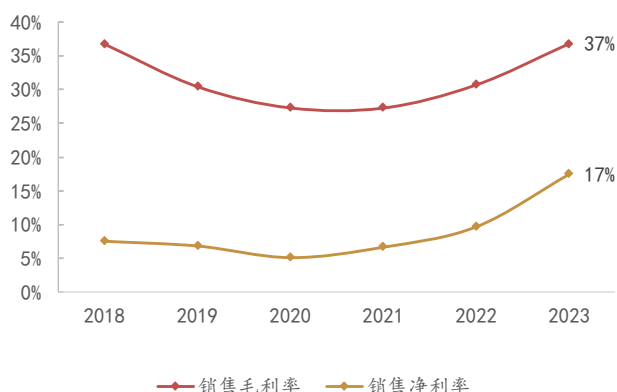
图 8：2019-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 29.6%



数据来源：公司公告，西南证券整理

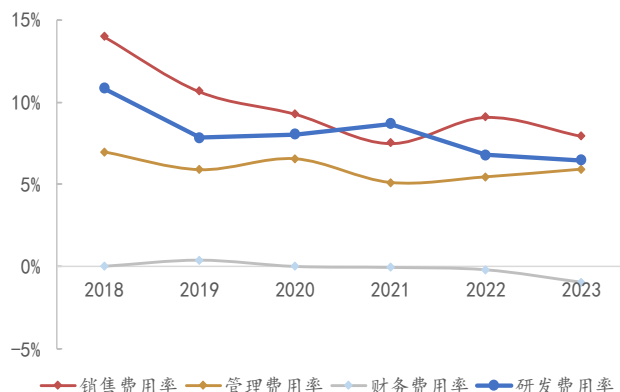
盈利能力快速提升，费用率稳中有降。2023 年公司实现销售毛利率 36.8%，同比增长 6.1pp；实现销售净利率 17.5%，同比增长 7.8pp，其中公司电表业务 2023 年毛利率提升较大，同比提升 9.2pp。公司 2023 年销售费用率为 8%，同比下降 1.1pp；管理费用率（不含研发）为 5.9%，同比增长 0.5pp；财务费用率为 -1%，同比下降 0.8pp，主要系利息收入增加所致。

图 9：公司毛利率与净利率趋稳向上



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司整体费用率稳中有降



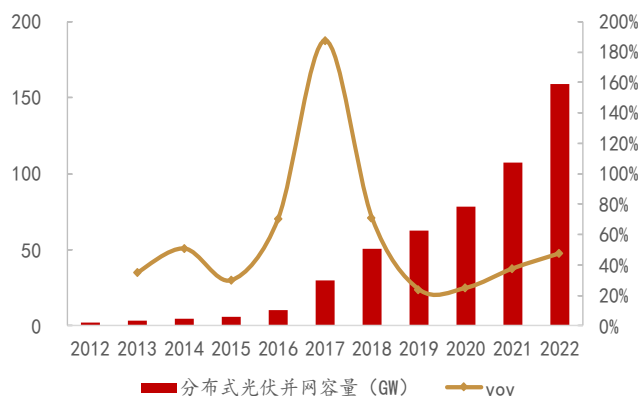
数据来源：公司公告，西南证券整理。注：其中管理费用率不含研发费用

2 国内电网投资向配电侧倾斜，海外一体化建设需求正盛

2.1 分布式新能源接入驱动配网智能化升级提速

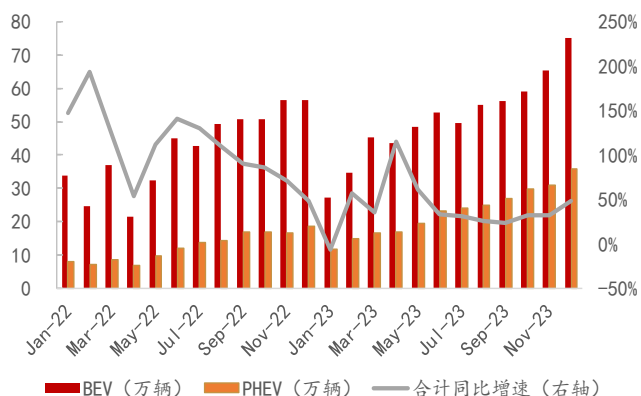
新能源、分布式电源及电动汽车等新型配网元件的出现对现网的承载和调配带来较大压力，对配电网自动化、智能化建设提出了更高要求。至 2022 年，我国分布式光伏并网容量达到 158GW，据国家电网预计 2030 年国网经营区分布式电源装机达到约 290GW，占总装机的 10% 左右。大规模分布式发电接入系统后，将显著影响配电网的潮流分布、电能质量、短路电流大小，进而影响到传统保护元件的故障定位和供电恢复功能，需要加强对配电网的监测与控制，对配网数字化建设提出了更高的要求。

图 11：分布式光伏累计并网规模



数据来源：国家能源局，西南证券整理

图 12：我国电动车销量

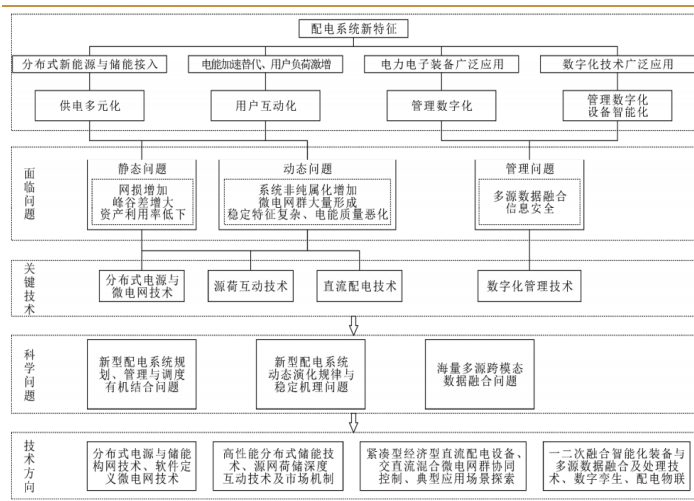


数据来源：乘联会，西南证券整理

新型电力系统下传统配电网面临巨大挑战。分布式电源、分布式储能与新型负荷的大量接入使得配电系统出现供电多元化、用电互动化、电力电子化、装备智能化以及管理数字化等全新形态特征。传统配电网调度方式、运行控制策略、管理手段难以支撑低碳化的新型配电系统建设。

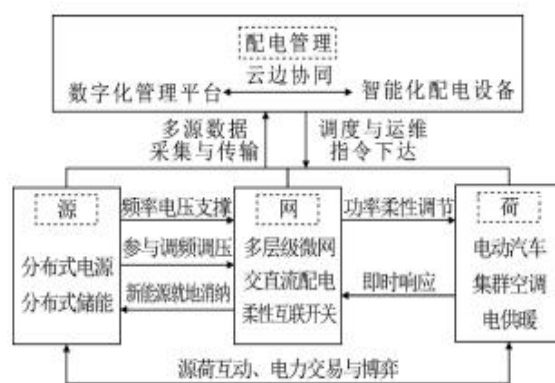
配电网建设改造是建设新型电力系统、推动“双碳”目标实现的重要环节。新型配电系统通过接入海量分布式新能源，降低电力生产环节碳排放；借助灵活网架、分布式储能、柔性电力电子设备及多元化的灵活互动方式，充分满足电动汽车等新型负荷用电需求，推动电能加速替代。提升配网、农网供电水平，增强电网服务清洁能源成未来趋势，未来配网占比有望逐步提升。

图 13：新型配电系统框架梳理



数据来源：《新型配电系统形态特征与技术展望》，西南证券整理

图 14：新型配电系统形态



数据来源：《新型配电系统形态特征与技术展望》，西南证券整理

电网投资重点从输电网走向配电网，重视配电网智能化产业链发展机会。电网投资结构性特征突出，配电网的自动化、智能化水平有更大提升空间。伴随配电网智能化水平的提高，二次设备以及一二次融合（环网柜、负荷开关等）投资比例提高有望成为趋势。

- **假设 1：**“十四五”期间国网计划完成约 2.4 万亿投资，观察前三年情况有望超预期，国家电网预计 2024 年电网投资额有望超 5000 亿元，假设 2024/2025 年国网投资额分别为 5100/5000 亿元。
- **假设 2：**“十四五”期间南网投资约 6700 亿元，对应到 2024-2025 年投资额同比增速年均约 10%。
- **假设 3：**根据国网规划，“十四五”期间配电网投资额需达到 50%。由于“十四五”前期主干网特高压建设需求迫切，需解决新能源大基地消纳等问题，故配电侧投资比例较弱。伴随近年来特高压相关线路陆续核准开工投运，我们认为后续电网投资有望向配电网倾斜，预计 2024-2025 年配电网投资占比有望分别提升至 45%/50%。
- **假设 4：**配电网智能化占比从“十三五”的 10% 提升至 2021 年的 15%，伴随分布式新能源大规模接入，配用电智能化升价加快，预计 2024-2025 年智能电网规模占比分别为 25%/30%。

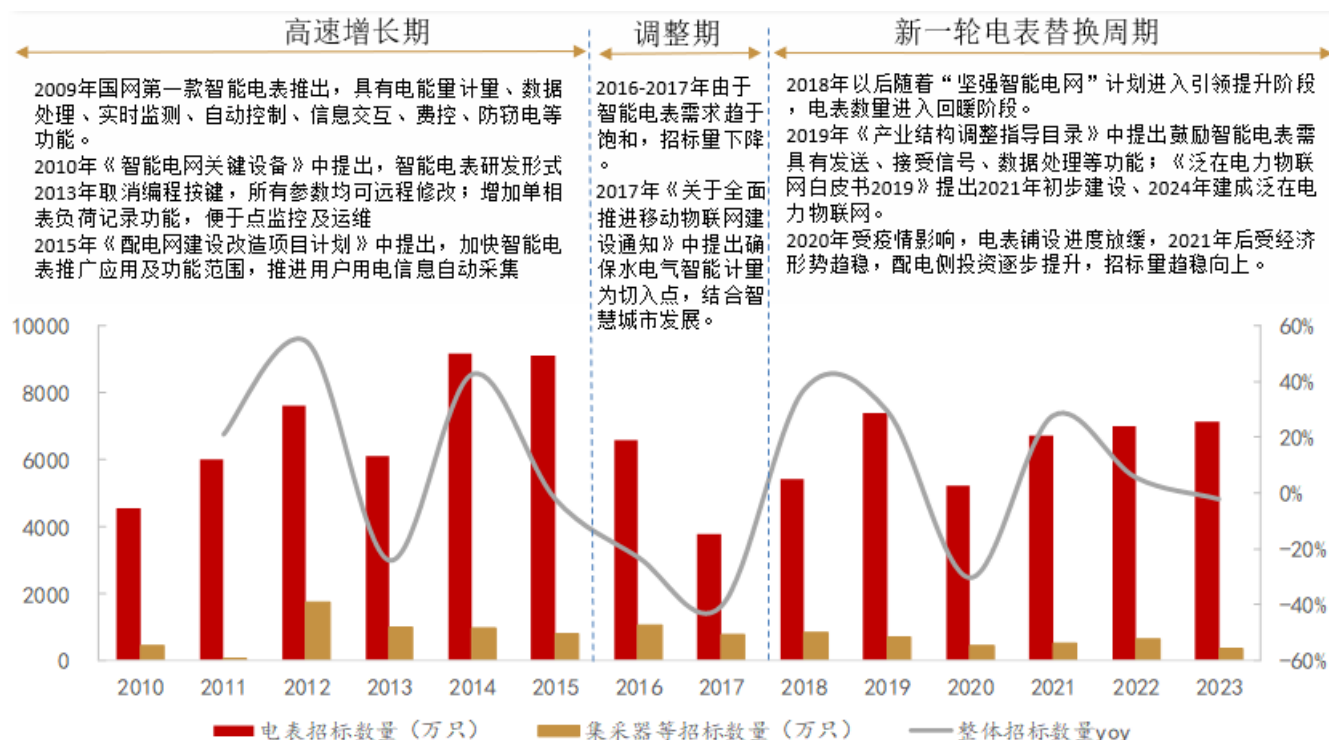
表 1：国内智能配电网投资额市场空间测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
国网投资额（亿元）	4747.8	4853.7	4889.6	4473.0	4605.0	4882.0	5094.0	5275	5100	5000
南网投资额（亿元）	775.0	817.0	874.0	1060.0	907.0	995.0	1094.5	1375	1512.5	1663.75
配电网投资占比	20%	20%	20%	20%	20%	30%	35%	40%	45%	50%
配电网投资额（亿元）	1104.6	1134.1	1152.7	1106.6	1102.4	1763.1	2166.0	2660	2975.6	3331.9
配电网智能化投资占比	10%	10%	10%	10%	10%	15%	17%	20%	25%	30%
智能配网投资额（亿元）	110.5	113.4	115.3	110.7	110.2	264.5	368.2	532	743.9	999.6

数据来源：国家电网，南方电网，金冠股份公司公告，西南证券预测注：南网 23 年投资额为预测数据

受益 5G、物联网、泛在电力网等概念，智能电表持续更新换代。随着我国智能电表行业政策频出、老旧电表更新换代需求、泛在电力物联网等新兴需求等多重因素共振下，我国智能电表将进入高速发展时期。

图 15：我国电表招标量及发展历程



数据来源：国家电网，华经产业研究院，西南证券整理

国内智能电表上游通信模块发展历程：窄带载波（NB-PLC）→双模（无线模块+窄带载波）→高速宽带载波（HPLC）→双模（无线模块+HPLC）。

- **窄带载波**：通信速率慢，自动采集成功率低，成为本地通信的技术问题解决的瓶颈。因此，国网利用电力线通信无需重新布线的优势，重点开发宽带电力线载波通信的应用。
- **高速宽带载波**：是一种利用电力线作为数据传输媒介的通信方式，利用电力线传输数据信息具有极大的便捷性，省去了繁复的工程，还节约了资源成本，同时还能保证电网结构坚固，国网于2017年推出该技术。HPLC已成为智能电网、能源管理、智慧家庭、光伏发电、电动汽车充电等应用的主要通信手段。
- **双模**：是电力线载波通信与微功率无线通信相结合的模式。载波为主，双模为辅，相互协调，自动切换，构成双通道的解决方案。（可解决地理电缆环境中HPLC通信效果差、跨变压器的信号串扰等棘手问题，还可实现停电后的定位感知，准确定位到问题点，提高供电可靠性）。

图 16：电表上游通信模块技术发展历程

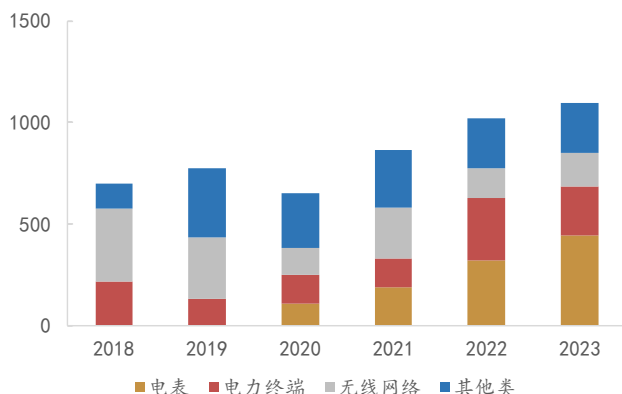


数据来源：国家电网，华经产业研究院，西南证券整理

2.2 公司电表业务快速起量，受益配网智能化发展空间广阔

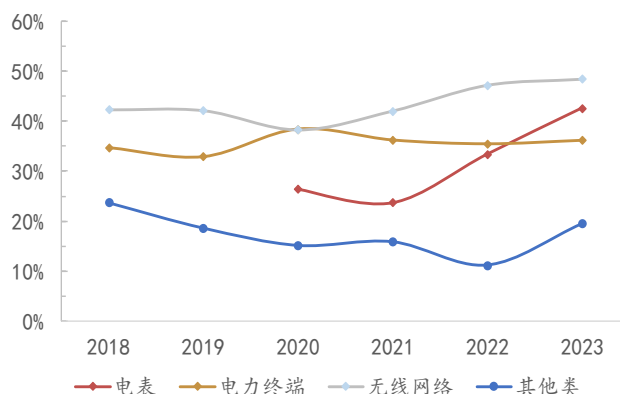
公司实现从模块到表计的产业链延伸，业务实现量利齐升。公司目前已形成四大产品板块，包括通信模块、智能表计、配网终端、智能水/煤气表。公司于2020年电表营收首次突破1亿元，并在2023年实现收入4.4亿元，2021-2023年CAGR高达60.4%，主要系公司早期无线模块、集中器等产品在国网占据一定份额，与国网合作多年深度绑定，伴随电表产品研发成功，得以迅速起量。此外，公司2023年电表业务毛利率为42.6%，同比增长9.2pp，受益规模效应及原材料成本趋稳，盈利能力进一步提升。

图 17：公司电表收入占比持续提升（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：公司电表业务毛利率快速提升



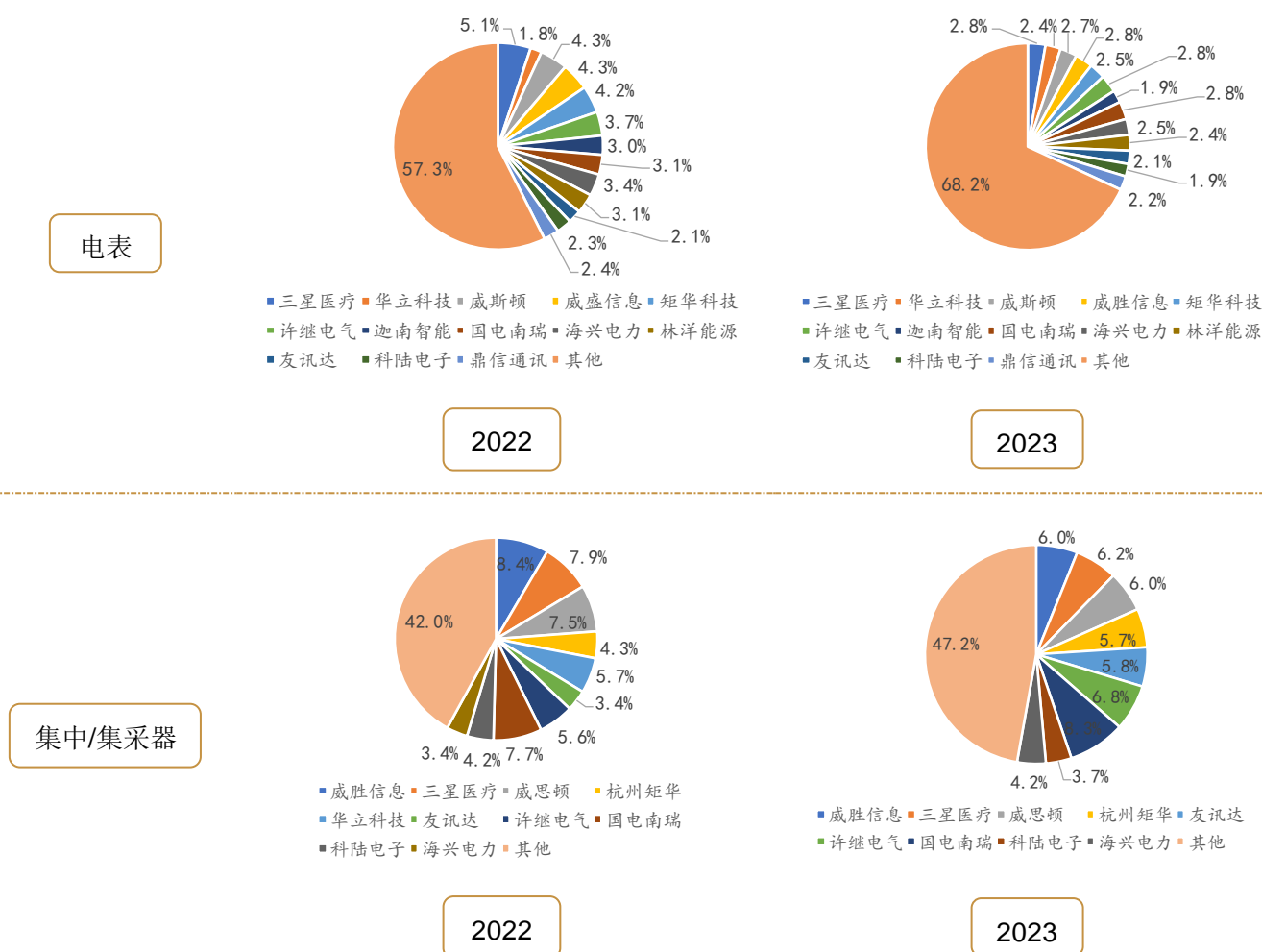
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 2023 年电表中标份额大幅提升，2024 年有望受益电表招标高增长：

- **国网：**2023 年第一批公司中标电表和集中器共 2.5 亿元，同比下降约 17.6%，主要系行业端招标同比下滑 32%，公司整体市占率约 2.8%，排名第十名。2023 年第二批公司中标 3.7 亿元，同比增长 69.8%，行业端同比增长 23.5%，公司整体市占率 2.6%，排名第八名，国网中标集中度有所下降，公司排名有所提升。
- **南网：**2023 年第一批公司中标电表和集中器共 450 万元，通信模块中标 5024.8 万元，合计中标 5476 万元，市占率 3%，排名第十一名。2023 年第二批公司电表和集中器中标 4841 万元，同比增长 69.8%，通信模块中标 5036 万元，合计中标 9877.4 万元，市占率 3.6%，排名第十二名。

2024 年国网第一批电表招标合计 4415 万只，同比增长 83.8%，其中单相电能表计划招标 3827 万只，同比增长 106.8%；三相表计划招标 588 万只，同比增长 6.8%。结合此次招标量及 2024 年共 3 批次招标次数，可认为 2024 年为国内电表招标大年，根据一般交付周期半年左右推算，2024H2 有望迎多数表计产业链业绩集中兑现。此外，公司在 2023 年第二批电表中标量大幅提升，全年电表业务有望快速增长。

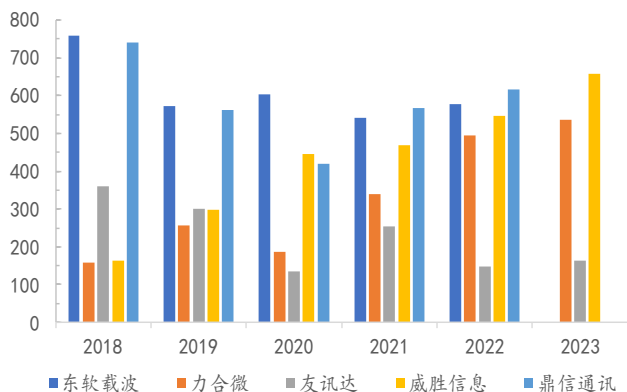
图 19：2022-2023 年国网电表/集中器中标情况



数据来源：国家电网，西南证券整理

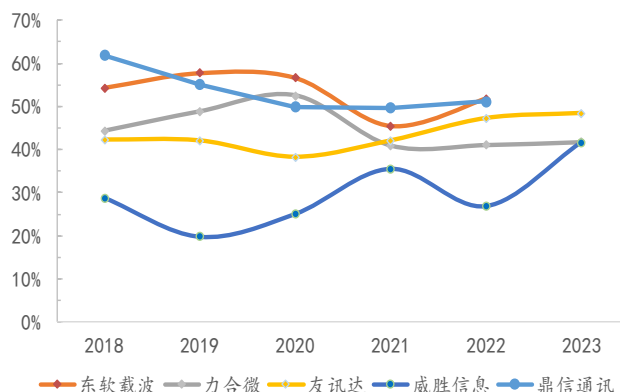
通信模块市场集中度高于电表，预计市场竞争格局有望维持稳定。国内表计通信模块市场中，国网旗下子公司智芯微电子占据较大份额，上市公司中主要有鼎信通讯、威胜信息、力合微、东软载波、友讯达等，受益分布式新能源并网节点提升，驱动配网智能化占比上升，进而提振通信模块需求，产业链相关企业业绩有望持续增长。从毛利率角度看，2023 年各家业务毛利率在 40% 附近，友讯达毛利率略高于同行，为 48.5%，公司深耕无线通讯业务多年，有望充分受益行业发展维持高盈利水平。

图 20：国内电表通信模块企业业务收入（百万元）



数据来源：各公司公告，西南证券整理 注：除鼎信通讯、东软载波暂未披露 2023 年年报

图 21：国内电表通信模块企业毛利率水平



数据来源：各公司公告，西南证券整理 注：除鼎信通讯、东软载波暂未披露 2023 年年报

公司专注于为各行业提供物联网通信综合解决方案，静待行业需求释放。公司通过持续不断的研发投入，形成了拥有自主知识产权的微功率无线自组织网络 CFDA 技术，并在此基础上研发出低功耗微功率无线自组织网络 L-CFDA 技术、MuCoFAN 场域网通信技术等，更多应用于配电台区域网通信场景，区别于低压用电侧的双模、宽带载波等通信技术。

我们认为：1) 分布式新能源并网接入对配电智能化提出更高要求，为行业发展长期趋势。2024 年 2 月，国家发改委、国家能源局联合印发《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》，明确指出到 2025 年，配电网网架结构更加坚强清晰，供电能力合理充裕；配电网承载力和灵活性显著提升，具备 5 亿千瓦左右分布式新能源、1200 万台左右充电桩接入能力，加快配网数字化转型。2) 公司技术底蕴深厚，先发优势显著。公司自 2002 年成立以来，一直专注于为各行业提供无线传感网络综合解决方案，拥有自主知识产权的核心技术，参与制定国网多项无线传输标准，截至 2023 年底母公司获得授权发明专利 103 项、授权实用新型专利 83 项、授权外观专利 42 项、登记软件著作权 121 件。伴随国内配网智能化渗透率不断提升，公司有望率先受益。

表 2：公司通信技术创新优势显著

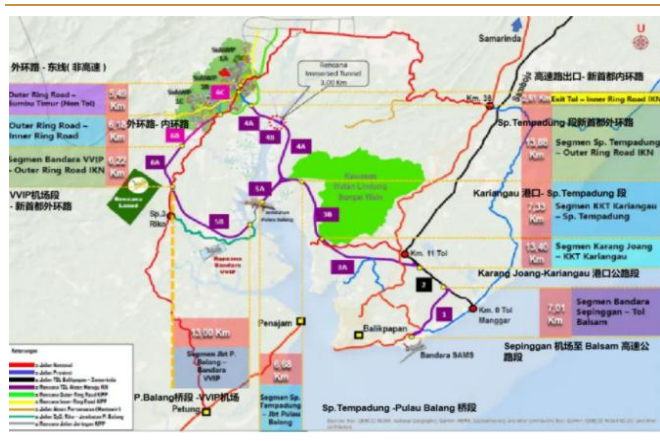
通信方案名称	释义	优势
CFDA	（Cellular Fixed-wireless Digital Access）技术方面，公司采用蜂窝结构的网络组织方式，支持多个频点的频率空间利用及跳频技术	提高了频率利用效率和网络拓展性
LCFDA	（Low Power Cellular Fixed-wireless Digital Access）技术方面，基于电池供电的能耗环境，采用超低功耗的传感网络技术和国际先进水准的能量均衡算法，使得 LCFDA 广泛适用于各种超低功耗的仪器仪表和传感网络，尤其是水、气、热等公用行业的计量环境，	为公用事业能源实施阶梯价格的实施提供有效了可靠的技术保障
MuCoFAN	（Multi-mode & deep-Coverage Field Area Network）场域网通信技术是融合 HPLC、微功	实现不同设备在局域网内的

通信方案名称	释义	优势
	率无线、LoRa、Zigbee、RS-485等多种通信方式，以无线与电力线载波为传输媒介，实现深度覆盖的自组织 MESH 本地通信网络，支持台区范围内各种传感设备的连接，为传感器、采集（控制）终端与边缘物联代理之间提供数据传输服务	互通控制、简易部署、稳定可靠和规模扩展，做到真正的万物互联

数据来源：公司公告，西南证券整理

海外 AMI 解决方案需求旺盛，公司业务出海有望突破。2023 年 7 月中国提出支持印尼新首都建设和北加里曼丹工业园开发，促进智慧城市等领域数字化转型。亚非拉等经济较落后地区存在大量电力、城市智能化建设改造需求，国内从模块到表计的全产业链布局企业具备更强竞争优势，“表计+通信方案+终端”的一体化方式加速出海，打开长期增长空间。公司积极开展国际技术交流，先后加入各个国际 AMI 行业标准组织和联盟，成为会员单位，包括 WizeAlliance、Wi-sun Alliance、OMS、LoRa Alliance、Sigfox Alliance 等。

图 22：印尼新首都规划数字化转型



数据来源：PTShanHai Map，西南证券整理

图 23：友讯达加入多国际 AMI 行业标准组织



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：行业端 2024 年为电表招标大年，公司端 2023 年第二批电表中标金额大幅提升，后续市占率有望维持稳定，预计公司 2024-2026 年电表销量分别同比增长 50%/20%/10%。

假设 2：伴随智能配电网渗透率不断提升，公司中低压配电网业务订单量有望恢复，预计 2024-2026 年公司电力终端产品销量分别同比增长 20%/15%/10%。

假设 3：受益分布式新能源并网接入驱动通信模块需求提升，叠加存量用户侧电能表模块升级迭代，预计 2024-2026 年公司无线网络产品销量同比增长 30%/30%/20%。

假设 4：产品平均单价、毛利率维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
电表	收入	441.9	662.8	795.3	874.9
	增速	38.6%	50.0%	20.0%	10.0%
	毛利率	42.6%	43.0%	43.0%	43.0%
电力终端	收入	242.2	290.7	334.3	367.7
	增速	-21.2%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	36.2%	36.0%	36.0%	36.0%
无线网络	收入	163.8	212.9	276.8	332.2
	增速	9.9%	30.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	48.5%	48.5%	48.5%	48.5%
其他类	收入	249.5	274.5	302.0	332.2
	增速	2.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
合计	收入	1097.4	1440.9	1708.4	1906.9
	增速	7.4%	31.3%	18.6%	11.6%
	毛利率	36.8%	37.9%	38.4%	38.5%

数据来源：Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取行业内 5 家电表产业链可比公司，2024 年-2025 年可比公司平均 PE 分别为 18、15 倍。公司为国内智能配电网领先企业，短期受益电表订单高增支撑业绩发展，中长期充分受益国内电网数字化转型升级，预计未来三年归母净利润同比增速分别为 34.1%/19.8%/13.9%。由于部分可比公司具备较大规模的海外业务，公司海外业务尚在突破阶段，因此给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价 19.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值 (2024/04/02)

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A/E	24E	25E	26E	23A/E	24E	25E	26E
688589	力合微	30.91	1.06	1.64	2.22	-	29.16	18.85	13.92	-
601567	三星医疗	28.9	1.25	1.56	1.9	-	23.12	18.53	15.21	-
603556	海兴电力	37.45	1.7	2.09	2.57	-	22.03	17.92	14.57	-
688100	威胜信息	34.09	1.05	1.35	1.68	2.08	32.47	25.25	20.29	16.39
300360	矩华科技	14.82	1.13	1.42	1.74	-	13.12	10.44	8.52	-
平均值							23.98	18.20	14.50	16.39

数据来源：Wind, 西南证券整理。注：可比公司除威胜信息外暂未有 2026 年业绩一致预期

4 风险提示

- 1) 国内配电网智能化渗透率不及预期的风险；
- 2) 海外业务拓展不及预期的风险；
- 3) 汇率波动影响公司海外业务收入的风险；
- 4) 竞争格局加剧影响公司盈利能力的风险；
- 5) 电网投资不及预期的风险；
- 6) 国内公用事业智能化推进不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1097.40	1440.94	1708.43	1906.95	净利润	191.59	256.85	307.68	350.55
营业成本	693.51	894.48	1052.95	1172.50	折旧与摊销	24.16	28.75	28.75	28.75
营业税金及附加	7.54	9.86	11.81	13.16	财务费用	-10.54	-11.53	-8.54	-9.53
销售费用	87.28	100.87	117.88	129.67	资产减值损失	-4.14	-4.64	-4.44	-4.46
管理费用	64.73	158.50	182.80	200.23	经营营运资本变动	183.54	-113.25	-26.99	-3.18
财务费用	-10.54	-11.53	-8.54	-9.53	其他	-15.80	26.88	2.16	5.91
资产减值损失	-4.14	-4.64	-4.44	-4.46	经营活动现金流净额	368.82	183.06	298.60	368.04
投资收益	2.71	2.37	2.18	2.33	资本支出	-4.58	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	-1.34	-0.19	-0.32	-0.45	其他	-213.55	2.17	1.86	1.88
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-218.13	-2.83	-3.14	-3.12
营业利润	226.46	295.57	357.84	407.28	短期借款	-30.30	30.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.03	-0.35	-0.31	-0.28	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	226.43	295.22	357.52	407.00	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	34.84	38.37	49.85	56.44	支付股利	-30.00	-38.32	-51.37	-61.54
净利润	191.59	256.85	307.68	350.55	其他	3.91	9.49	8.54	9.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-56.39	1.17	-42.83	-52.00
归属母公司股东净利润	191.59	256.85	307.68	350.55	现金流量净额	94.53	181.40	252.64	312.92
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	374.66	556.06	808.70	1121.62	成长能力				
应收和预付款项	190.55	341.61	384.23	420.62	销售收入增长率	7.42%	31.30%	18.56%	11.62%
存货	124.10	155.37	186.42	207.25	营业利润增长率	96.10%	30.52%	21.07%	13.82%
其他流动资产	6.98	5.69	6.75	7.53	净利润增长率	94.00%	34.06%	19.79%	13.94%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	80.75%	30.28%	20.86%	12.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	182.25	163.07	143.89	124.71	毛利率	36.80%	37.92%	38.37%	38.51%
无形资产和开发支出	15.21	12.61	10.01	7.40	三费率	12.89%	17.20%	17.10%	16.80%
其他非流动资产	318.70	316.73	314.77	312.80	净利率	17.46%	17.83%	18.01%	18.38%
资产总计	1212.45	1551.13	1854.76	2201.94	ROE	21.68%	23.31%	22.65%	21.28%
短期借款	0.00	30.00	30.00	30.00	ROA	15.80%	16.56%	16.59%	15.92%
应付和预收款项	275.84	397.59	441.90	497.80	ROIC	46.91%	66.40%	68.46%	75.42%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.88%	21.71%	22.13%	22.36%
其他负债	53.00	21.63	24.64	26.90	营运能力				
负债合计	328.83	449.22	496.54	554.71	总资产周转率	0.95	1.04	1.00	0.94
股本	200.00	200.00	200.00	200.00	固定资产周转率	6.39	9.09	12.71	17.30
资本公积	113.90	113.90	113.90	113.90	应收账款周转率	4.25	5.13	4.43	4.48
留存收益	569.48	788.01	1044.32	1333.34	存货周转率	4.69	6.30	6.04	5.89
归属母公司股东权益	883.62	1101.91	1358.22	1647.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.90%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	883.62	1101.91	1358.22	1647.24	资产负债率	27.12%	28.96%	26.77%	25.19%
负债和股东权益合计	1212.45	1551.13	1854.76	2201.94	带息债务/总负债	0.00%	6.68%	6.04%	5.41%
					流动比率	2.15	2.38	2.82	3.19
					速动比率	1.77	2.03	2.44	2.82
					股利支付率	15.66%	14.92%	16.70%	17.55%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	240.08	312.78	378.04	426.49	每股收益	0.96	1.28	1.54	1.75
PE	15.66	11.68	9.75	8.56	每股净资产	4.42	5.51	6.79	8.24
PB	3.40	2.72	2.21	1.82	每股经营现金	1.84	0.92	1.49	1.84
PS	2.73	2.08	1.76	1.57	每股股利	0.15	0.19	0.26	0.31
EV/EBITDA	9.70	6.95	5.08	3.77					
股息率	1.00%	1.28%	1.71%	2.05%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn